

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：吴丹 中国银行研究院
电话：010 - 6659 3776

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

新形势下资管行业发展的 新挑战新机遇*

在资管新规出台后，我国大资管行业逐渐回归本源，对实体经济的服务质效持续提升。当前已步入资管新规全面落地翌年，资管行业格局得到重塑，形成了高质量发展的新格局，呈现出理财全面净值化、券商资管更规范、养老金融产品发展提速等新特征。但仍面临净值波动增大、个人养老金市场需突破等新问题新挑战，同时蕴含权益投资潜力提升、证券化产品为保险资管扩容等新机遇。新形势下，银行理财等各类资管机构发展应不惧变革，积极构建自身特色优势，在恪守行业本职中创新发展，不断挖掘市场潜力并满足多样化客户需求，才能行稳致远。

新形势下资管行业发展的新挑战新机遇

在资管新规出台后，我国大资管行业逐渐回归本源，对实体经济的服务质效持续提升。当前已步入资管新规全面落地翌年，资管行业格局得到重塑，形成了高质量发展的新格局，呈现出理财全面净值化、券商资管更规范、养老金融产品发展提速等新特征。但仍面临净值波动增大、个人养老金市场需突破等新问题新挑战，同时蕴含权益投资潜力提升、证券化产品为保险资管扩容等新机遇。新形势下，银行理财等各类资管机构发展应不惧变革，积极构建自身特色优势，在恪守行业本职中创新发展，不断挖掘市场潜力并满足多样化客户需求，才能行稳致远。

一、我国资管行业发展已取得阶段性成就

近十年以来，我国资管行业完成了从粗放到规范、从低质量到高质量发展的转型。在 2013-2017 年间，我国资管行业发展增速较快，但呈粗放发展模式，存在许多隐性风险，期限错配、资金空转等影子银行问题乱象迭起。2018 年，随着资管新规及相关细则的颁布与实施，我国资管行业迎来重要的转折点，各类业务模式破旧立新，积极转型规范发展。2022 年资管新规过渡期收官，我国资管行业开启高质量发展新征程，行业布局更优化，产品设计更规范。2023 年已步入资管新规全面落地翌年，资管行业发展已取得许多阶段性成就，呈现许多新特征，整体步入提质升级新阶段。

（一）行业结构布局更健康，稳步转型量质提升

2022 年资管新规过渡期结束后，我国大资管行业格局得以重塑，行业布局更加健康。一方面，旧式问题产品得到整改。保本理财、刚性兑付等退出历史舞台，非标投资、同业通道等业务被大幅压降。2021 年末，同业理财规模已被压降至 541 亿元，较资管新规发布前降低了 99.8%。另一方面，符合新规要求的产品规模持续增长，机构主动管理能力稳步提高。净值型理财、公募与私募基金产品余额不断走升（表 1），信托、券商资管等仍处于深化转型阶段。从规模来看，虽然经历了转型阵痛期，但大资管行业的总资金池保持整体增加态势。2018-2022 年，我国资管行业整体规模已由

101.4 万亿元增至 135.3 万亿元¹，增长了 33.4%。

表 1：我国资管行业主要业务类型与规模

年份	银行理财	信托资产	保险资管	公募基金	私募基金	券商资管	基金公司	资产证券化
2012	7.1	7.47	--	--	--	--	--	--
2013	10.24	10.91	--	--	--	--	--	--
2014	15.02	13.98	--	4.54	1.5	7.95	5.88	--
2015	23.5	16.3	--	8.4	4.16	12.01	12.64	--
2016	29.05	20.22	--	9.16	8.25	17.58	16.88	--
2017	29.54	26.25	13	11.6	11.1	16.88	13.74	1.17
2018	22.04	22.7	14	13.03	12.71	13.36	11.34	1.33
2019	23.4	21.6	15	14.77	14.08	10.83	10.95	1.65
2020	25.86	20.49	18	19.89	16.96	8.55	11.42	2.12
2021	29	20.55	20	25.56	20.27	8.24	11.35	2.25
2022	27.65	21.14	--	26.03	20.28	6.87	11.39	1.95

注：均为 2022 年末数据。单位：万亿元

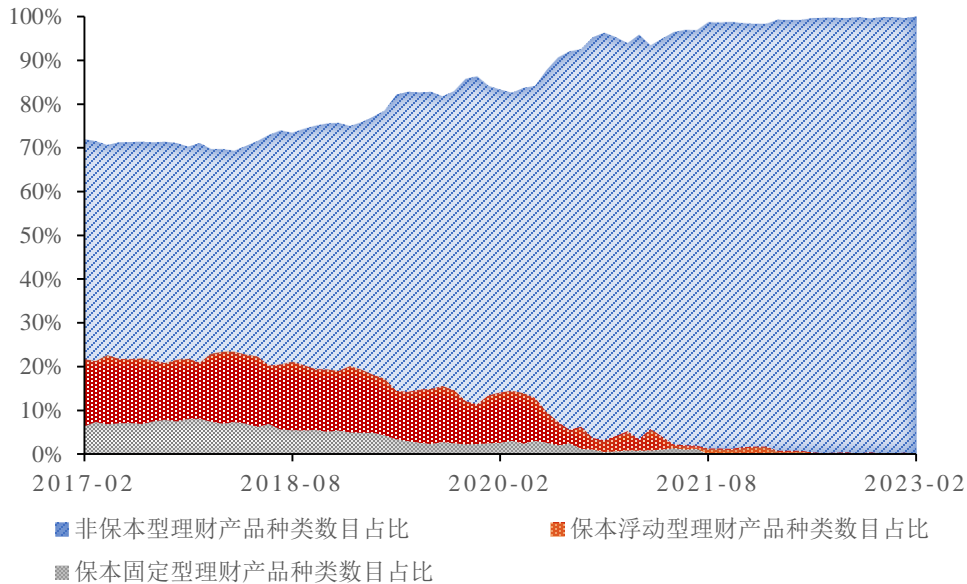
资料来源：中国银保监会、中国信托业协会、中国证券投资基金业协会、中国理财网

（二）银行理财完成转型，步入全面净值化时代

2022 年理财市场如期完成整改，平稳过渡至全面净值化时代。“保本保息”产品全部下架，隐性刚性兑付风险得到化解，银行新发行理财产品收益率与市场化波动直接挂钩，投资者购买理财产品的信息透明度大大提高，对我国大资管市场的良性健康发展起到重要作用。在 2013 年时，非净值化理财产品规模占比曾经一度达到 94.04%，保本类理财产品占有所有存续理财产品比例为 49.9%。2022 年底，银行保本理财产品已压降至零（图 1），净值型理财产品存续规模 26.38 万亿元，占比达到了 95.47%，同比增加 2.52 个百分点。

¹ 在总规模计算中，保险资管产品按照 2021 年数据计算。

图 1：非保本型理财产品种类数目占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

理财产品净值化转型成效显著，市场呈现出产品结构显著优化、产品收益较为平稳、投资者更趋理性等特征。一是从理财产品结构来看，主要以公募类、固收类、开放式产品为主。据《中国银行业理财市场年度报告 2022》，截至 2022 年底，在全部理财产品存续规模中，公募、私募理财产品占比分别为 95.4%和 4.59%；固收类、混合类、权益等类理财占比分别为 94.5%、5.1%和 0.4%；开放式、封闭式理财分别占 82.7%和 17.29%。二是从产品收益来看，2022 年理财产品累计为投资者创造收益 8800 亿元，其中银行机构和理财公司分别创收 40.9%和 59.1%；理财产品月度平均收益率为 2.09%。三是从投资者行为来看，随着理财产品投资门槛的降低和产品种类丰富度的增加，投资者数量持续增长，但投资者行为更趋理性，风险偏好为保守型和稳健型的投资者分别增加 1.1%和 0.6%。

（三）养老金市场迎来新格局，保险资管业务再拓展

2022 年 11 月《个人养老金实施办法》出台，拉开个人养老金时代序幕，相关一系列个人养老金实施办法相继出台，养老金第三支柱市场迎来新格局。银行与资管机

构纷纷布局养老金融产品，目前已在养老基金、商业养老险、养老理财、养老储蓄推出多项产品试点（表 2）。据中金公司测算，短期内若“三支柱”资金仅投向养老金融产品，或为资管行业带来 1.24 万亿元资金规模；中长期可望为资管行业带来 18-26 万亿元增量，市场潜力巨大。

表 2：资管行业布局个人养老金试点产品情况

产品	起售时间	子分类	产品期限	试点机构	规模	相关政策
养老目标基金	2018.2	目标日期型、目标风险型	1、3、5年	-	近950亿 (2022.11)	养老目标证券投资基金指引（试行）（2018.2）
延税型商业养老保险	2018.5	收益确定型、收益保底型、收益浮动型	——	23家获批机构	累计保费6.3亿 (2021.12)	关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知（2018.4）
专属商业养老保险	2021.6	稳健型、进取型	——	6家人身险+10家养老保险公司	累计保费42.7亿 (2023.01)	关于开展专属商业养老保险试点的通知（2021.5）关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知（2022.2）
养老理财产品	2021.12	长期性、稳健性、普惠性	封闭期5年	“十地十机构”和贝莱德建信理财	存续51只，累计1004亿元 (2023.01)	关于开展养老理财产品试点的通知（2021.9）关于扩大养老理财产品试点范围的通知（2022.2）
养老储蓄	2022.11	整存整取、零存整取、整存零取	5、10、15、20年	中行、工行、农行、建行	上限400亿	关于开展特定养老储蓄试点工作的通知（2022.7）

资料来源：奥纬咨询，作者整理

保险资管业务范围拓展至资产证券化，升级转型加快。2021年11月保险机构被允许开展公募 REITs 投资业务，市场反应和效果良好。截至 2022 年底，已有 66 家保险资金参与 21 只公募 REITs 的配售和发行，获配金额达 106.5 亿元。2023 年 3 月证监会再发文，指导证券交易所制定《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》，支持优质保险资产管理公司参与开展资产证券化（ABS）和不动产投资信托基金（REITs）业务。保险资管机构角色从投资者到管理者展业，市场参与度再大步提升。不仅对保险资管来说是突破性成长，对整个大资管行业来说也无疑是重大进步。

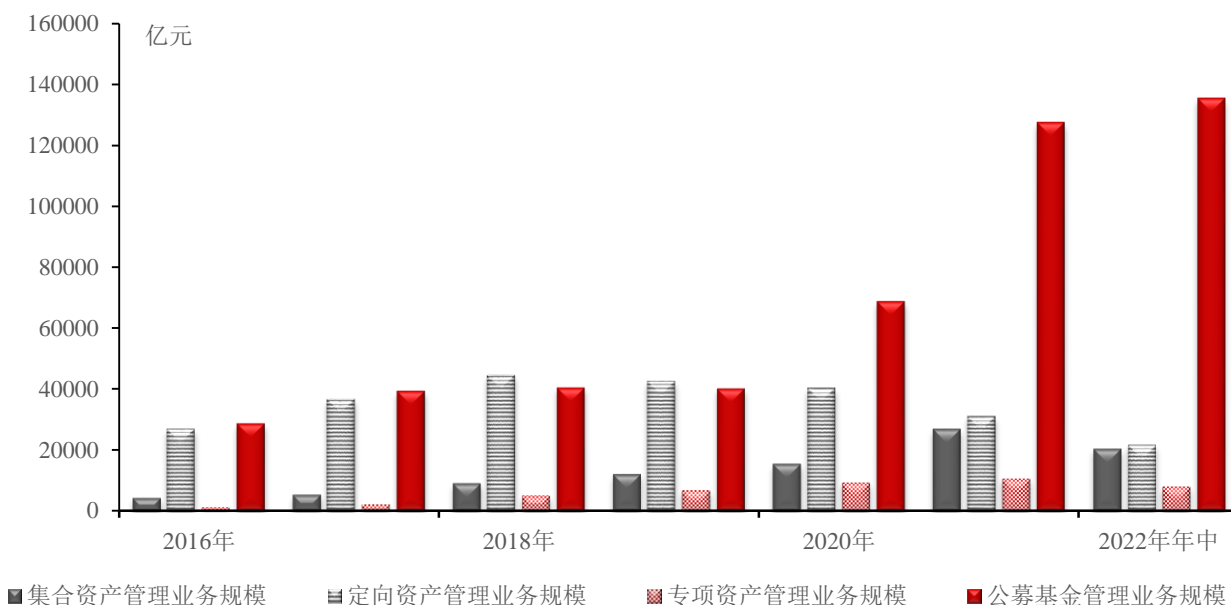
（四）券商资管更加规范，积极布局公募赛道

在资管新规整改要求下，券商资管产品质量显著优化。过去以非标投资为主的券商资管规模被大幅压降，2017-2022 年间由 16.9 万亿元降至 7.9 万亿元，五年降幅超

过了一半。在此期间，券商资管积极转型，不断提升主动管理水平，标准化资产投资比例持续提升。目前公募化改造是券商资管发展的重要方向之一。2020-2022年间，共361只券商资管大集合产品完成了公募化改造。由“私募”转型“公募”的产品业绩表现也十分良好。2023年大集合公募化改造产品中，有97%的产品实现正收益，平均收益率达到2.36%。

2022年5月证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，“一参一控一牌”政策²落地。券商机构可通过申请设立资管子公司、公募基金公司，以及收购控股公募基金公司等方式进军公募业务。此后，券商布局公募基金赛道提速，获客能力和收入来源提升。截至2022年底，共有14家券商持有公募基金牌照，66家券商系基金公司（含持牌）已发行公募基金，占153家发行公募基金机构的比例为43.14%，且“含基量”高的券商净利增厚明显。

图2：券商资管公募基金业务规模



资料来源：Wind

²“一参一控一牌”，即同一主体在参股一家基金、控股一家基金的基础上，还可以再申请一块公募牌照。

二、新形势下资管行业发展挑战与机遇并存

（一）资管行业发展面临新挑战

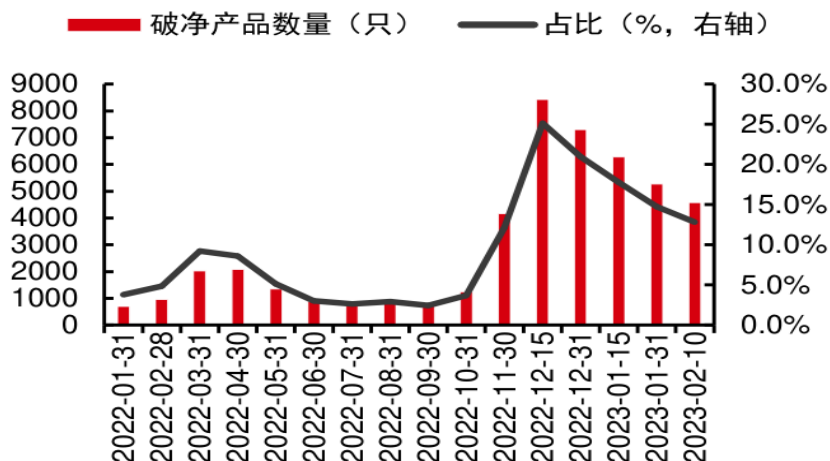
挑战一：理财净值波动增加，“破净赎回潮”迭起

2022 年国内外风险事件增多，资本市场价格波动扩大，导致理财产品净值调整，引发两轮较大的“破净潮”，理财者担忧情绪升高，纷纷赎回产品撤出资金，并引发一系列负反馈影响。3 月有超过 2000 只理财产品累计单位净值跌破 1 元，占全部理财产品的 9.23%，此轮破净产品主要是“固收+”类，受权益市场价格波动影响较大。11 月起，破净产品数量再度飙升，12 月破净产品数量已超过 6000 只，占全部理财产品比重超过了 25%。此轮受债券市场价格震荡影响较大，波及产品数量更多，赎回风波持续期更久。2023 年以来，理财市场“破净赎回”迹象缓和，市场逐步趋于稳定（图 3）。

实际上，理财产品净值上下波动属于正常现象，特别是转型后的净值型理财产品估值方法改变，从“摊余成本法”转变为采用“市值法”公允价值计量³，底层资产价格波动将很容易穿透至理财产品表面，理财产品净值会更直观、及时地反应宏观形势对金融市场价格的影响，是理财产品净值波动加大的原因之一，也意味着未来市场净值波动或将成为常态。

³ 摊余成本法的估值方式，将平滑理财产品的持有期收益，造成产品持有者观察到的净值波动减少。

图 3：2022 年以来理财产品“破净”情况



资料来源：Wind

挑战二：人口老龄化影响深远，个人养老金市场需突破

从需求端看，我国人口老龄化问题日益凸显，居民财富持有结构将发生改变，对资管行业发展乃至整体金融格局带来深远影响。一是长远来看，老年人口比例提高后，储蓄转为消费的比例增多，居民储蓄率将有所降低。二是随着规划养老储蓄和金融投资的居民群体年轻化、意识增强、素质提高，未来对养老金融产品的要求提高。

从供给端看，我国养老金第三支柱市场⁴尚处于发展初期，资管布局养老金市场发展仍有较大成长空间。一是我国养老金第三支柱市场起步晚、占比小，相较养老金第一、二支柱规模来说基本可忽略不计，对我国缺口较大的养老保险资金来说贡献很小。从海外经验来看，2021 年美国养老金第三支柱市场规模约 13.9 万亿美元，约占整个养老金市场的三分之一。二是目前我国保险系养老金融产品占据主流位置。保险资管、基金公司养老金融产品等能提供长期稳定的收入流，但仍不能满足多样化的老龄化人口投资需求。虽然目前个人养老金融产品已得到发展，但产品发展策略和创新能力有待提升。以养老理财产品为例，目前市场规模占比不足 2%。三是资管机构多元布局个人养老金融产品存在局限，仍有产品空白领域需被突破和尝试。人口年龄结构长寿化趋势下，居民风险意识偏向保守，普惠性、稳健性、长期性的养老金融产品更受欢迎。

⁴ 第三支柱包括个人储蓄型养老保险和商业养老保险，是个人利用金融手段增加养老保障供给的有效形式。

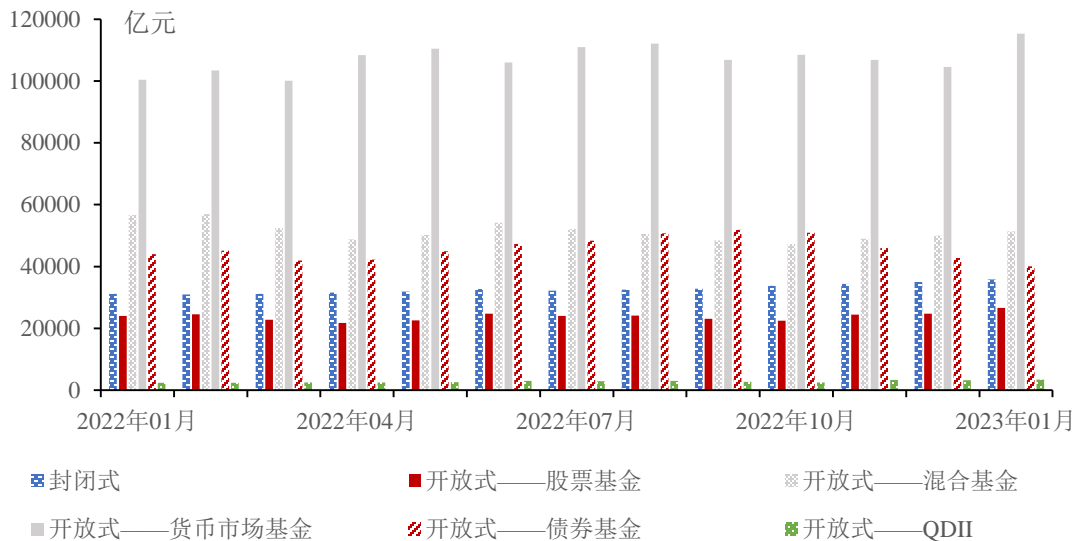
而个人养老金产品有许多领域可探索，需要资管机构积极布局尝试。例如投资起点高，普惠性偏弱的养老信托产品发展尚且空白；美国养老 REITs 产品发展火热，但在我国市场尚未得到探索和尝试。

挑战三：公募领域竞争加剧，各大机构并驱争先

公募基金具有收益稳定、普及度高等特征，发展前景广阔。截至 2023 年 1 月，公募基金总规模 27.25 万亿元，以开放式货币市场基金为主（图 4）。随着公募基金不断扩容，资管机构布局公募业务竞争愈加激烈。一方面，券商系公募基金不断扩容。越来越多券商资管申请公募基金牌照，获取公募基金业务资格。截至 2023 年 3 月，公募基金管理人共有 164 家，券商系达 71 家，数量占比达四成以上；券商资管子公司已扩容至 25 家，另有中金公司、中信建投等 9 家券商在排队申请设立资管子公司，并在相关公告中透露资管子公司将进击公募业务。

另一方面，银行理财子公司、基金公司等从事公募资管的头部机构也将受到竞争影响。2022 年 4 月证监会公布《公募基金高质量发展意见》，将鼓励商业银行、保险、券商等依法设立基金资管公司，并适度放宽公募牌照的数量限制；对银行理财、保险资管、券商资管等更多专业机构发展公募业务的支持力度加大。可见，随着公募基金管理人队伍的继续壮大，行业竞争将进一步加剧。

图 4：各类型的公募基金资产净值规模



资料来源：中国证券投资基金业协会

（二）资管行业发展迎来新机遇

机遇一：权益类产品的投资潜力持续提升

伴随全面注册制落地扩大资产端供给，我国资本市场的发展空间将进一步拓展，未来将是权益投资大时代。资管行业发展要抓住权益时代新机遇，更深一步参与资本市场投资。

从供需两端来看，一方面，权益类投资产品种类将更丰富、收益空间将更广阔。近年来我国政策支持资本市场发展力度加大，资本市场服务实体经济的重要性不断提升。2023年2月17日，全面注册制正式落地实施，优质企业上市流程更简洁、规范，资本市场的价值发现功能和市场活力将再增强。另一方面，当前我国高净值群体不断扩容，对权益类资管产品需求不断增加，市场空间非常广阔。据2023年3月胡润研究院发布的财富报告，未来三年，高净值人群将增加的投资领域仍以股票为首，其次黄金和银行存款。

尤其对步入净值化时代的银行理财来说，深入参与资本市场发展更加重要。作为

资管行业的重核领域，银行理财长期占据资管行业第一大模板块，广受投资者欢迎。但随着净值化时代银行理财运行逻辑改变，通过权益类投资增厚理财收益、资金端多元化配置将是银行理财的必经之路。长期来看，低市场利率环境仍将维持一段时间，影响固收类理财产品收益率，而增加权益投资是利率下行的有效对冲手段。参考海外经验，美国在 1999 年权益类基金资管规模便在共同基金中占比达 59%，而截至 2021 年末，我国理财市场仍以固收产品为主，占比达 92%，混合类、权益类理财产品占比不到 8%，成长空间非常巨大。

机遇二：资产证券化为资管产品创新扩容

从政策层面来看，2022 年以来国家多次出台相关政策鼓励资管机构创新发展，资管机构可管理的资产范围被逐渐放开，对资管行业发展是良好机遇。尤其是鼓励金融市场积极规范发展资产证券化（ABS）、不动产投资信托基金（REITs）等业务，赋予了资管机构更大的市场空间。2023 年 3 月，证监会发布《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》，引导保险机构更深一步参与参与开展 ABS、REITs 业务，允许保险资管机构角色从投资者到发行管理者展业，保险资管产品将可在交易所挂牌转让、自由流通。

对保险资管产品来说，公募 REITs 是一大有益补充。保险机构手握万亿长期资金，倾向配置长期性、稳健性特征的金融资产，公募 REITs 具备长期配置价值，符合保险资金的投资需求。参考海外经验，美国 REITs 投资者中的养老保险等保险机构占比高达 34%。此外，养老 REITs 在美国三支柱养老金市场发展火热。养老 REITs 具备流动性强、周期长、收益波动相较其他产品更稳定等特征，可在交易所上市交易，且受宏观经济波动的影响较小，或是解决我国养老房地方融资问题的一个潜力方向。

三、未来发展的相关建议

第一，加强研发与创新，风险规避意识并重。一方面，持续加强创新是优化资管产品供给的关键。资管机构应主动适应新形势，探索创新发展路径，以需求为导向加强产品创新，不断完善相关资产配置，不断丰富产品研发布局。另一方面，求发展的

同时更要注重规避风险。要持续完善风险管理体系，不断提升自身的风险管理水平。资管机构谋发展应有“守正创新”意识，坚决杜绝伪创新等行业乱象，产品设计应以合规为先，必须在监管规则范围内开展符合要求的业务。

第二，完善权益投资布局，打造多元渠道体系。在国内资本市场持续完善、权益市场吸引力不断增强背景下，我国居民资产配置权益类资产需求将不断提高。未来资管机构在权益投资、另类投资等适度加大配置是大趋势，银行理财等机构通过权益投资增厚收益将是必经之路。资管机构要以投资者利益为先，主动适当增配权益类资产，优化完善资产结构布局。积极关注低估值、稳健成长板块投资，构建多元化产品体系和分散投资策略，不仅有利于更好抵御市场波动冲击，更利于满足客户多样化资产管理需求，实现服务与盈利双赢。

第三，加大市场行研力度，不断提高专业能力。相比固收市场来说，资本市场投资的复杂度和系统化程度更高。银行理财等资管机构需更加重视行研分析，不断提高专业化投研能力，持续夯实投研体系建设，积极做好资产配置和行业配置。现阶段银行理财等机构配置权益投资仓位控制仍较谨慎，整体处于初级阶段。未来各类机构的投研队伍将不断加强，投资者教育程度也将稳步提高，因此银行理财子公司主动提升权益产品投资能力和综合资产配置能力十分重要，是未来赢取客户的关键。

第四，建立核心竞争优势，寻求差异化竞争之路。未来大资管行业各领域之间的壁垒将越来越低，市场竞争日益激烈，探索差异化发展之路需被更加重视。各类资管机构应围绕自身禀赋优势，探索符合自身特点的竞争战略，聚焦优势领域做深做细，打造特色的产品线，建立差异化核心竞争力。尤其对银行理财子公司来说，可充分利用母行资源和渠道优势，在市场竞争中提供更具特色化的产品与服务，提升净值化理财产品吸引力，在与其他大类资管相互竞争、融合与合作中找到自己真正的定位，培养核心竞争力，争取更多资管理财客户群体。

